

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621)68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

特大型车维持高增长，多因素推高短期业绩

事件描述

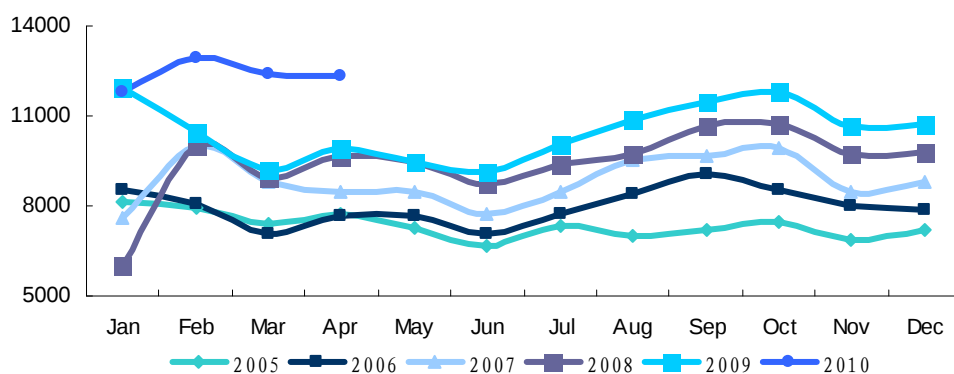
楚天高速今日公布4月份车流量运营数据，日均车流量约12346辆，同比增长24.68%；特大型车日均车流量约2097辆，同比增幅59.52%，其车型结构占比提升至16.99%，路网贯通效应仍在逐步释放。

事件评论

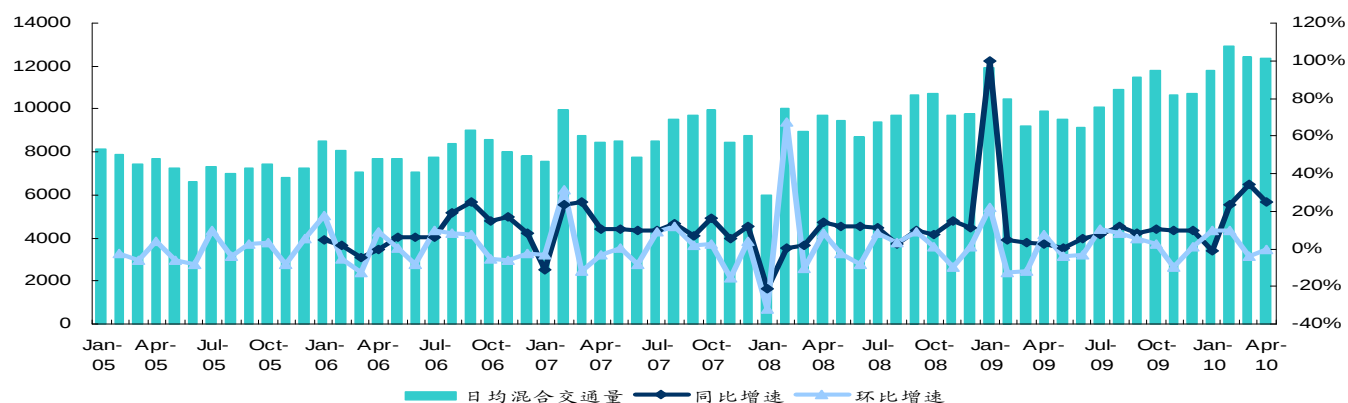
第一，受宜昌长江公路大桥大修影响，车流量增速趋缓

1-4月汉宜高速日均车流量同比增速分别为-1.33%、23.19%、34.54%和24.68%，4月车流增长势头放缓，主要受4月中旬宜昌长江公路大桥桥面大修影响。4月14日，宜昌长江公路大桥发布交通管制公告，公告称大桥桥面大修工程将从2010年4月15日延续至9月15日，桥面大修期间主桥采取半幅施工、半幅双向单车道通行方式放行过桥车辆，桥面大修期间暂停摩托车通行，这些管制措施抑制了汉宜高速车流的高增长。

图 1：汉宜高速日均车流量月度数据



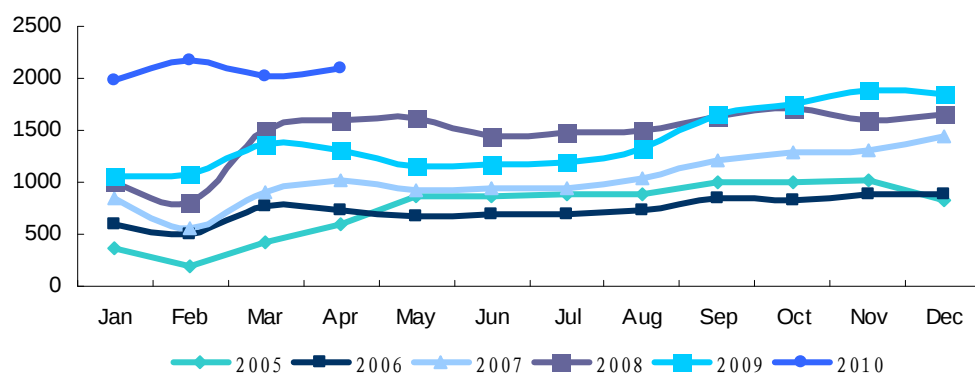
资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 2：汉宜高速日均车流量同比和环比增速


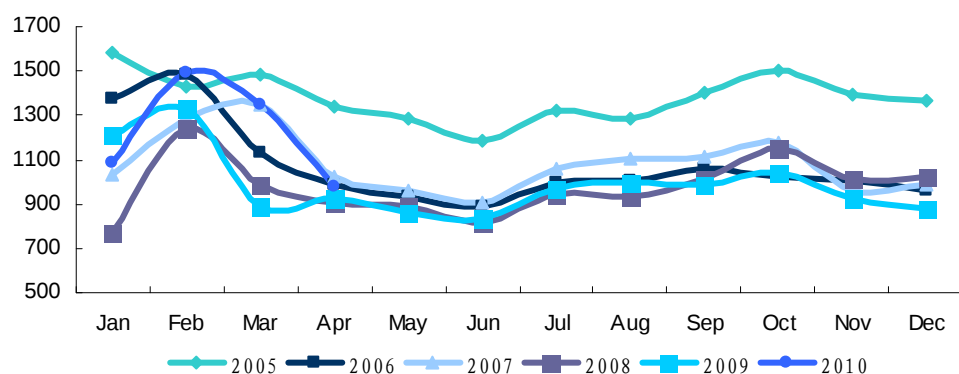
资料来源：公司网站，长江证券研究部

第二，路网贯通效应持续显现，特大型车占比创年内新高

4 月份，路网贯通效应依旧可见，特大型车日均车流量约 2097 辆，同比增长 59.52%，其车型结构占比提升至 16.99%，创年内新高。但是，4 月份大型车同比增速由 3 月份的 52.48% 下滑至 6.26%，其车型结构占比仅 7.93%，是历史上从未有过的低点，我们认为，这种异常现象可能跟车型统计口径变化有关，具体原因尚待与公司的后续沟通。

图 3：汉宜高速特大型车日均车流量月度数据


资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 4：汉宜高速大型车日均车流量月度数据


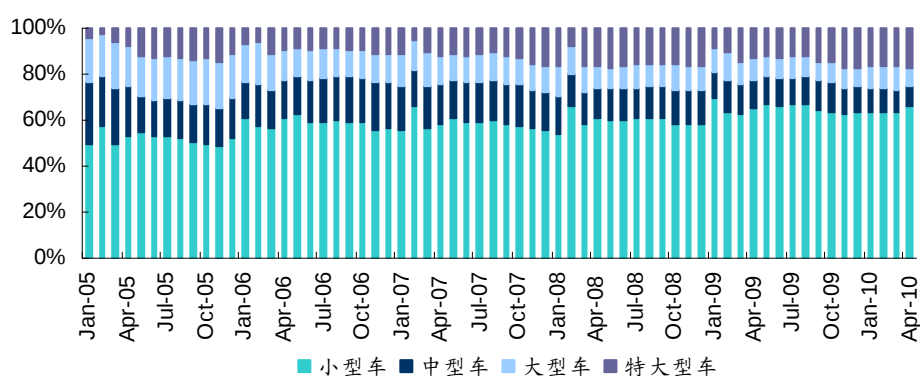
资料来源：公司网站，长江证券研究部

表 1: 特大型车占比进一步提升, 大型车占比骤降

日期	小型车	中型车	大型车	特大型车
Jan-09	69.38%	11.69%	10.16%	8.78%
Feb-09	63.25%	13.73%	12.72%	10.30%
Mar-09	62.91%	12.67%	9.61%	14.81%
Apr-09	65.16%	12.25%	9.31%	13.28%
May-09	67.10%	11.61%	9.03%	12.26%
Jun-09	66.39%	11.77%	9.10%	12.74%
Jul-09	66.69%	11.90%	9.63%	11.78%
Aug-09	67.06%	11.72%	9.13%	12.10%
Sep-09	64.39%	12.57%	8.63%	14.41%
Oct-09	63.90%	12.45%	8.79%	14.86%
Nov-09	62.34%	11.38%	8.64%	17.64%
Dec-09	63.83%	10.76%	8.20%	17.20%
Jan-10	63.91%	10.14%	9.21%	16.75%
Feb-10	63.71%	10.18%	9.27%	16.84%
Mar-10	63.59%	9.30%	10.89%	16.22%
Apr-10	66.25%	8.82%	7.93%	16.99%

资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

图 5: 汉宜高速车辆结构图



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

第三, 武荆高速预计 5-6 月间通车, 分流影响有限

武荆高速预计今年 5-6 月间通车, 主要将分流部分北方从京珠线往四川方向往返的车辆, 我们判断, 分流影响将十分有限。

首先，从我们之前的草根调研发现，货车司机对行车成本是极其敏感的，大部分车主都反映沪蓉西收费贵，汉宜收费则比较合理。由于武荆高速是民营投资修建，结合武荆高速的建设成本，小型车的每公里收费很有可能在 8 毛钱以上，按全长 185.34 公里计算，全程至少收费 148 元钱；汉宜高速全长 293.1 公里，但全程总收费还比武荆高速便宜 20 元钱。相较之下，汉宜高速的成本优势具有十足的吸引力。

其次，从湖北省内已通车的民营性质的高速公路（汉蔡、荆东、樊魏等）来看，车辆普遍跑的不多，且车流增长较为缓慢，与汉宜高速车流量存在明显的差距。

第四，多重利好推升短期业绩，我们仍维持对楚天高速的“推荐”评级

公司新建的麻竹高速公路大随段于 09 年 6 月 28 日开工，全长 83 公里，预算总投资 38.3 亿元，预计 2012 年底通车；另一条新建的十房高速公路于 09 年 11 月 18 日动工，全长 64 公里，预算总投资 49.7 亿元，预计 2013 年下旬完工。从长期来看，公司业绩面临新路冲击。

但从短期来看，公司业绩增长有诸多驱动因素：

- ✓ 沪渝全线贯通给汉宜高速车流量（尤其是特大型车）带来的诱增效应；
- ✓ 武荆高速开通后公司将调整折旧政策来降低折旧成本；
- ✓ 大股东承诺在明后年内注入优质资产；
- ✓ 公司以优惠价受让不少于 500 亩的十堰市土地作为商业开发。

不考虑折旧调整，我们预测公司今明两年的 EPS 分别为 0.54 和 0.62 元，对应的 PE 为 13 倍和 11 倍，短期估值有较大上升空间，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	772	1091	1254	1354	货币资金	390	109	125	135
营业成本	293	308	354	500	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	479	783	900	854	应收账款	13	18	21	22
% 营业收入	62.0%	71.8%	71.8%	63.1%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	28	39	45	48	预付账款	190	188	216	316
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	594	321	369	481
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	25	35	40	43	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	174	174	174	174
财务费用	23	33	38	108	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	8.0%	固定资产合计	2965	4576	6153	7430
资产减值损失	0	4	2	1	无形资产	6	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	1	1	0
营业利润	403	672	775	653	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	52.2%	61.6%	61.8%	48.2%	资产总计	3741	5077	6701	8090
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	900	1788	2904	3856
利润总额	404	672	775	653	应付款项	13	13	15	22
% 营业收入	52.3%	61.6%	61.8%	48.2%	预收账款	5	11	13	14
所得税费用	105	168	194	163	应付职工薪酬	9	8	9	14
净利润	299	504	581	490	应交税费	22	35	41	36
归属于母公司所有者的净利润	299.1	504.2	581.4	489.6	其他流动负债	27	27	31	45
润					流动负债合计	976	1883	3013	3986
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	100	100	100	100
EPS (元/股)	0.32	0.54	0.62	0.53	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	431	1149	1238	1453	负债合计	1076	1983	3113	4086
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2665	3094	3588	4004
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2665	3094	3588	4004
固定资产投资	-550	-2211	-2213	-2214	负债及股东权益	3741	5077	6701	8090
其他	-174	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-724	-2211	-2213	-2214	EPS	0.321	0.541	0.624	0.526
债券融资	0	0	0	0	BVPS	2.86	3.32	3.85	4.30
股权融资	0	0	0	0	PE	21.43	12.71	11.03	13.09
银行贷款增加 (减少)	610	888	1116	952	PEG	1.20	0.71	0.62	0.73
筹资成本	142	-108	-125	-182	PB	2.41	2.07	1.79	1.60
其他	-284	0	0	0	EV/EBITDA	12.24	6.27	6.41	6.03
筹资活动现金流净额	468	780	991	770	ROE	11.2%	16.3%	16.2%	12.2%
现金净流量	176	-281	16	10					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第 6。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。